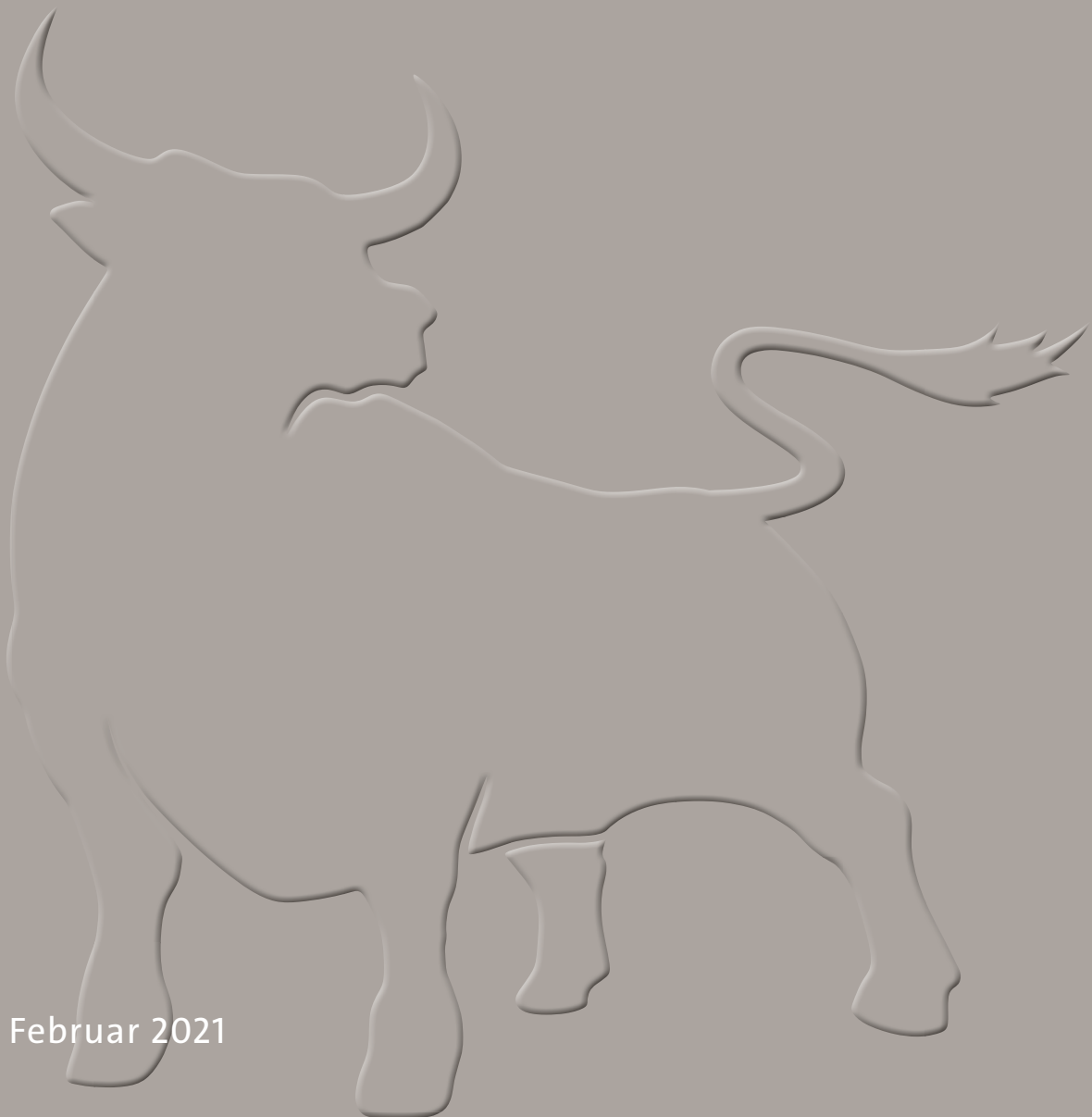


Kapital

Marktforschung
Research Paper No. 1

Profitables Value Investing Eine empirische Analyse



Februar 2021

Profitables Value Investing – Eine empirische Analyse

Johannes Alschwee*, Dr. Nora Imkeller*, Simon Westendorf*

Die StarCapital-Studie analysiert zunächst die mäßige Bilanz des Value Investing seit der Finanzkrise und weist auf die aktuellen Herausforderungen hin. Anschließend wird aufgezeigt, welche Kriterien berücksichtigt werden müssen, um auch in der heutigen Zeit überdurchschnittliches Value-Potenzial zu realisieren. Die empirische Studie belegt anhand umfangreicher Backtests die Überlegenheit der entwickelten Profitable Value-Strategie. Diese lieferte eine durchschnittliche Jahresperformance von 12,7 % im Zeitraum von 1987 bis 2020 und konnte eine Outperformance von 3,3 % p.a. zur Benchmark erzielen. Die Rendite zehrte dabei nicht nur von der Value-starken Periode zwischen der Dotcom-Blase und der Finanzkrise, sondern erwies sich auch im Zeitverlauf davor und danach in der historisch schlechten Value-Periode im letzten Jahrzehnt als robust. Insbesondere in Krisensituationen bewährte sich die Strategie. Dies schlug sich in entsprechend attraktiven Risikokennzahlen nieder. Um zu beweisen, dass die positiven Ergebnisse nicht nur durch ein Land oder eine Branche determiniert werden, wurde die Strategie zusätzlich separat in verschiedenen Regionen und Sektoren untersucht. Dabei konnte die Überlegenheit der Strategie über alle Subuniversen hinweg nachgewiesen werden.

* StarCapital AG | Kronberger Straße 45 | 61440 Oberursel | info@starcapital.de | www.starcapital.de

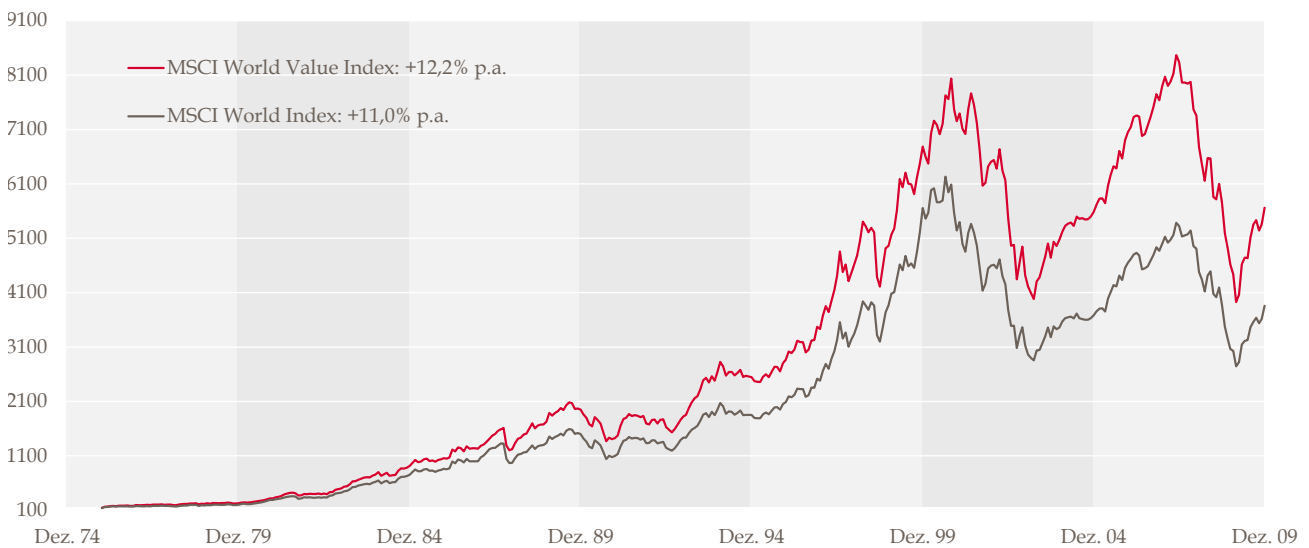
1. Einleitung: Value ist tot, lang lebe Value!

Value Investing ist tot! So oder so ähnlich lautet der Konsens in der Investorengemeinde. Dabei ist die eigentliche Bedeutung des Value Investing weiterhin aktuell und wird es auch immer bleiben: Zahle weniger für ein Unternehmen als es eigentlich wert ist! Dieses Ziel haben alle Investoren gemein.

2. Das Problem: Underperformance seit mehr als 10 Jahren

Jahrzehntelang generierte Value Investing in seiner reinsten Form, also mit Hilfe des von Fama und French (1992) empirisch belegten Value-Faktors, eine herausragende Überrendite. Mit diesem Faktor erzielten Unternehmen, deren Börsenwert möglichst tief unter dem ausgewiesenen Eigenkapital auf der Bilanz notiert (niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis KBV) einen deutlichen Mehrwert. Auch Aktien mit niedrigem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) sind typische Value-Aktien, die lange Zeit Überrenditen einfuhren.

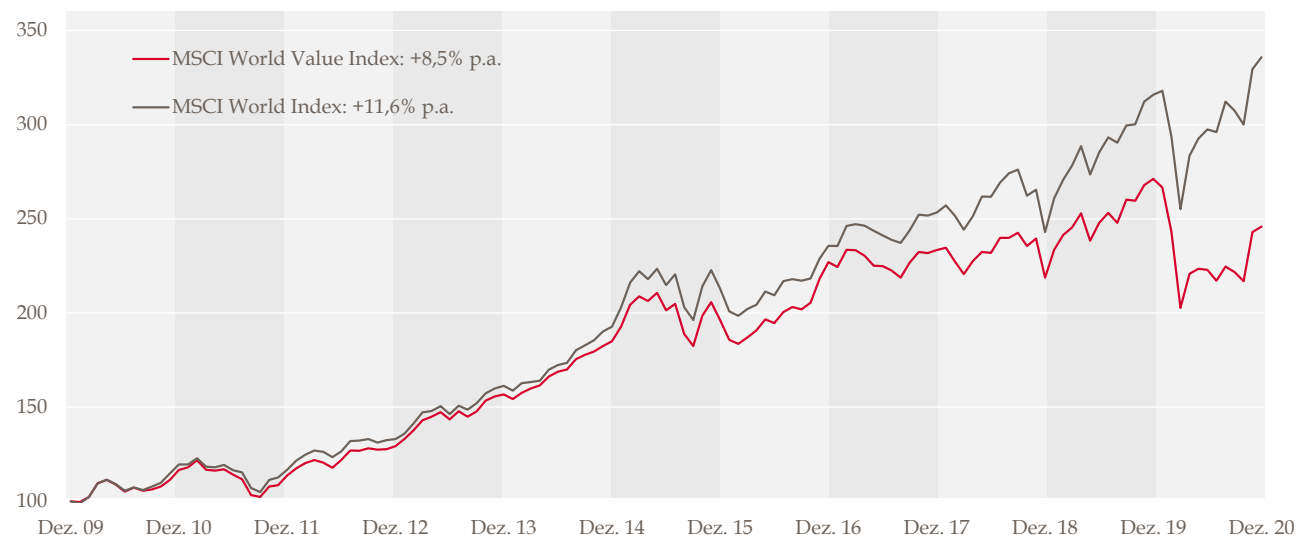
Abbildung 1: Value-Outperformance bis zur Finanzkrise (1975 – 2009)



Quelle: Datastream, Zeitraum: 31.12.1974 – 31.12.2009

Seit der Finanzkrise konnten diese klassischen Value-Ansätze jedoch keine Überrenditen mehr generieren.

Abbildung 2: Value-Underperformance im letzten Jahrzehnt



Quelle: Datastream, Zeitraum: 31.12.2009 – 31.12.2020

Ein Grund für diese Entwicklung: Eine Value-Strategie, die hauptsächlich die oben genannten Kriterien wie KBV und KGV berücksichtigt, gewichtet automatisch strukturschwache Sektoren wie Finanz- oder Rohstoffwerte über und vernachlässigt innovative Unternehmen aus wachsende Branchen wie IT oder Kommunikation. Die Ursache hierfür liegt im Zustandekommen und der Aussagekraft des Buchwertes.

3. Die schwindende Aussagekraft klassischer Faktoren

Die Wirtschaftsstruktur hat sich seit der Fama und French-Studie aus dem letzten Jahrhundert grundlegend verändert – insbesondere in der letzten Dekade: Weg von einer fertigungsdominierten Wirtschaft hin zu einer dienstleistungsorientierten Wirtschaft.

Unternehmen kapitalintensiver Branchen, insbesondere Industrieunternehmen, haben die Eigenschaft, verstärkt in materielle Vermögensgüter wie Fabriken und Maschinen zu investieren, die in der Bilanz aktiviert und über viele Jahre abgeschrieben werden. Damit kommt es zu hohen Buchwerten und wegen der über viele Jahre gestreckten Abschreibungen auch zu hohen buchhalterischen Gewinnen. IT- oder Gesundheitsunternehmen hingegen investieren überwiegend in immaterielle Vermögensgüter wie Software, Lizenzen oder Patente, und müssen diese noch im selben Jahr vollständig als Kostenfaktor verbuchen. Entsprechend bleibt die Bilanz schmal und der ausgewiesene Gewinn niedrig, selbst wenn diese Unternehmen identisch hohe Cash-Flows wie ein Industrieunternehmen erwirtschaftet haben: Das bedeutet hohe Kurs-Buchwerte und hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Damit fallen die meisten der in den letzten Jahren so erfolgreichen und innovativen Unternehmen durch das klassische Value-Raster – ein Effekt, der durch die Underperformance traditioneller Value-Faktoren in den letzten Jahren bestätigt wird.

4. Studienansatz: Welche Kriterien müssen herangezogen werden, um im heutigen Wirtschaftsumfeld Value-Potenzial zu ermitteln

Robert Novy-Marx (2014) analysierte für den Zeitraum von 1963 bis 2013 neben dem klassischen Value-Ansatz mit dem Kurs-Buchwert-Verhältnis KBV eine Vielzahl von Long only-Strategiekombinationen aus

Value und Quality-Faktoren von Benjamin Graham (1973), Jeremy Grantham (2004), Joel Greenblatt (2010), Sloan (1996), Piotroski und So (2012) sowie einem eigenen Ansatz.

Als die besten Ansätze mit den höchsten Überrenditen erwiesen sich Joel Greenblatts Magic Formula, eine Kombination aus $EV^1/EBIT^2$ und Return on Invested Capital (ROIC) sowie der eigene Ansatz von Novy-Marx, eine Kombination aus KBV und dem Faktor Gross Profitability³.

Bei beiden Ansätzen wird eine traditionelle Value-Kennzahl (EV/EBIT bzw. KBV) um eine Profitabilitätskennzahl (ROIC bzw. Gross Profitability) ergänzt. Damit erschließt sich für Value-Investoren eine zusätzliche Dimension: Neben durchschnittlichen Unternehmen zu Discount-Preisen (Value) können durch Hinzunahme der Profitabilitätskennzahl nun auch hochprofitable Unternehmen zu fairen Preisen identifiziert und allokiert werden. Benjamin Grahams bekanntester Schüler Warren Buffet bekennt sich selbst zu dieser Form des Value Investing: „It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price“ (Berkshire Hathaway, 1990). Tatsächlich zeigen Frazzini, Kabiller und Pedersen (2012) in ihrer Studie, dass sich ein Großteil des Erfolgs von Buffet's Investmentfirma Berkshire Hathaway dadurch erklären lässt.

Die adäquate Erweiterung einer Value-Strategie um eine Profitabilitätskennzahl ist insbesondere bei der Beurteilung von niedrig bewerteten Unternehmen sinnvoll. Denn eine Strategie rein nach Bewertung birgt die Gefahr, in Value Traps zu investieren, also in Unternehmen, die zwar niedrig bewertet sind, aber kein zukunftsfähiges Geschäftsmodell haben oder bereits in wirtschaftliche Schieflage geraten sind.

Fundamental betrachtet dient die zusätzliche Betrachtung der Profitmarge als Indikator für ein funktionierendes Geschäftsmodell und soll so strukturelle Fehlinvestitionen verhindern.

¹ EV steht im Englischen für Enterprise Value, also dem Unternehmenswert.

² EBIT ist die englische Abkürzung (Akronym) für: Earnings Before Interest and Taxes. Übersetzt beschreibt das EBIT also einen Gewinn vor Zinsen und Steuern.

³ Gross Profitability ist der Quotient aus der Differenz zwischen Umsatz und Selbstkosten und der Bilanzsumme.

5. Ergebnis: Kombination von Ertragsqualität und Bewertungsniveau überzeugt

Aufbauend auf dieser Erkenntnis setzt die StarCapital-Studie an. Ziel war es, diejenigen Kriterien zu ermitteln, die am besten geeignet sind, um Value-Unternehmen mit attraktivem Ertragspotenzial zu identifizieren und den Selektionsansatz mit Zahlen aus der jüngeren Vergangenheit (bis Ende 2020) zu verifizieren.

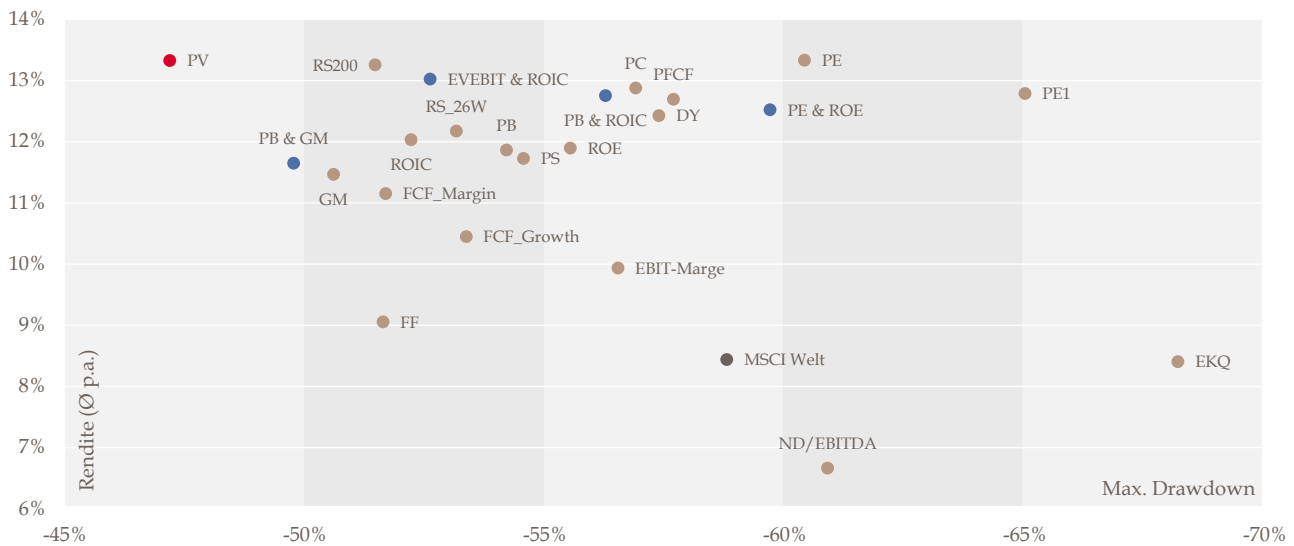
Um aussagekräftige Ergebnisse zu erhalten, konnte StarCapital auf die langjährig aufgebaute Datenbank der hauseigenen Kapitalmarktforschung zurückgreifen. Der umfangreiche Datenpool (s. Infobox 2) verfügt über zahlreiche Kennzahlen zurück bis ins Jahr 1986.

Damit konnten diverse Faktorstrategien miteinander verglichen werden. Einzelfaktorstrategien basieren auf einem einzigen Faktor, während bei Multifaktorstrategien mehrere Faktoren zu einem Multi-Score kombiniert werden.

$$S = \sum_{k=1}^n g_k * S_k$$

Wobei S der Multi-Score, n die Anzahl der Faktoren, g_k das Gewicht und S_k der Score des Faktors k ist.

Abbildung 3: Risk/Return-Matrix diverser Faktorstrategien



Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020. Faktorstrategie: die besten 20 % aller Unternehmen sortiert nach dem jeweiligem Faktor. Betrachtete Länder s. Abbildung 5

Die Multifaktorstrategie Profitable Value (PV), welche das Profitabilitätskriterium Gross Margin und die

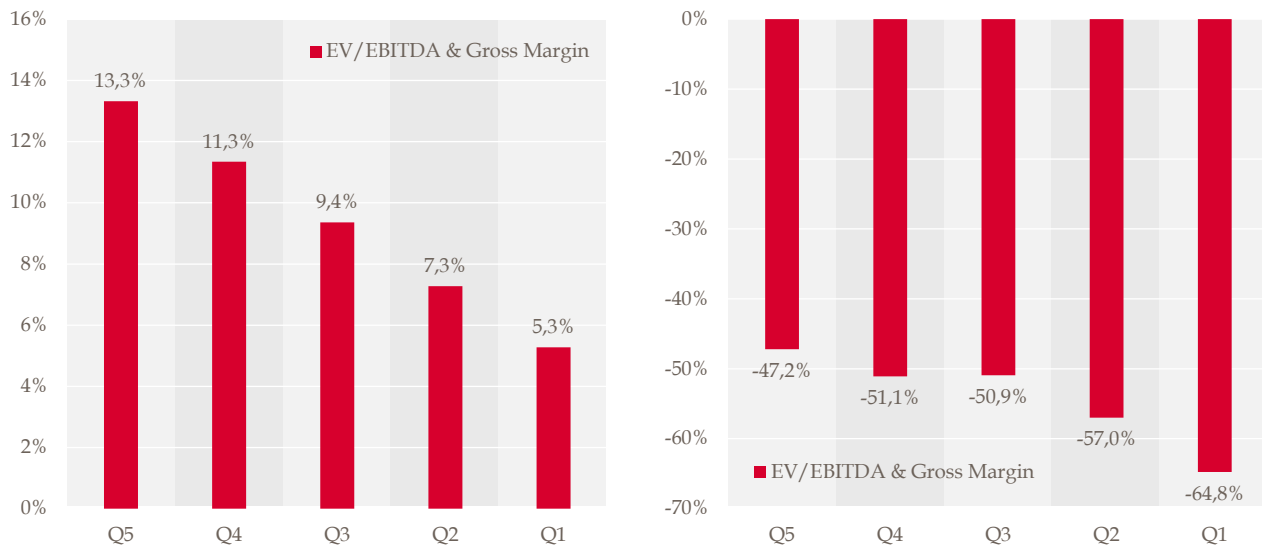
Value-Kennzahl EV/EBITDA vereint, wies im Backtest das beste Risk/Return-Profil auf (s. Abbildung 3).

$$PV = 0,5 * F_{\text{Gross Margin}} + 0,5 * F_{\text{EV/EBITDA}}$$

Die Bruttomarge (Gross Margin) ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die den Quotienten aus der Differenz zwischen Umsatzerlösen und Waren- bzw. Materialeinsatz und dem Umsatz darstellt. Sie ist für die Ertragsanalyse besonders gut geeignet, da sie anzeigt wie profitabel das Unternehmen in seiner Kerntätigkeit arbeitet. Die Unternehmensbewertung (EV) im Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern, Zu- und Abschreibungen (EBITDA⁴) liefert eine Value-Kennzahl, die unabhängig vom Verschuldungsgrad und der Höhe der Zu- und Abschreibungen ist.

Unternehmen mit einem hohen PV-Faktorscore erzielen nicht nur eine Outperformance bei im Vergleich geringeren Rückschlägen, sie erweisen sich zudem auch als stabiler. Das heißt, **je höher der Score, desto größer ist statistisch die Outperformance und desto geringer sind die Rückschläge (Drawdowns⁵)** (s. Abbildung 4).

Abbildung 4: Rendite und Drawdown des Profitable Value Scores



Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020

⁴ EBITDA ist die englische Abkürzung (Akronym) für: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Übersetzt beschreibt das EBITDA also einen Gewinn vor Zinsen, Steuern, Zu- und Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände.

⁵ Drawdown ist die größte prozentuale negative Abweichung vom lokalen Maximum.

6. Praktische Anwendung: Profitable Value als Basis einer Anlagestrategie

Um diese Value-Strategie in der Praxis umsetzen zu können, wurde das Aktienuniversum gezielt auf jene Unternehmen beschränkt, bei denen die Handelbar-

keit gewährleistet ist. Daher konzentriert sich die Analyse auf investorenfreundliche Länder, die Investitionen mit angemessenen Transaktionskosten zulassen.

Abbildung 5: Ausgewählte Länder

Developed Markets (DM)			Emerging Markets (EM)			
Nordamerika	Europa & Mittlerer Osten		Pazifik	Amerika	Europa & Afrika	Asien
Kanada USA	Belgien Dänemark Deutschland Finnland Frankreich Griechenland Großbritannien Irland Israel	Italien Niederlande Norwegen Österreich Portugal Spanien Schweden Schweiz	Australien Japan Neuseeland Singapur Südkorea	Brasilien Mexiko	Polen Russland Südafrika Türkei	China Hongkong Taiwan

Zudem wird ein Streubesitz von mindestens 1 Mrd. EUR vorausgesetzt, um eine hohe Liquidität zu gewährleisten und Transaktionen effektiv und kostengünstig abzubilden. Daneben werden nur Unternehmen allokiert, die keine strukturellen Probleme aufweisen, welche zu existenzgefährdenden Risiken führen könnten. Deshalb gehört auch ein positives Nettoergebnis zu unseren Vorselektionskriterien. Des Weiteren wird zur Sicherheit eine Eigenkapitalquote von mindestens 33 %⁶ verlangt.

Um eine angemessene Anzahl von Aktien zu erhalten, wurden aus diesem vorgefilterten Subuniversum die 30 %⁷ besten Unternehmen nach PV-Score ausgewählt. Untersucht wurde auch, ob sich die Überlegenheit der Strategie über verschiedene Länder und Sektoren hinweg zeigt. So wird sichergestellt, dass die Outperformance nicht nur durch einzelne Länder oder Sektoren determiniert ist.

⁶ Abweichend dazu beträgt die Mindestanforderung an die Eigenkapitalquote für Finanztitel 7 %, da diese sektorspezifisch geringere Eigenkapitalquoten aufweisen.

⁷ Im Finanzsektor gibt es sektorspezifische Anpassungen.

Profitable Value-Strategie auf einen Blick

Schritt 1: Investierbarkeit

- Ist die Handelbarkeit gewährleistet – handelt es sich um ein investorenfreundliches Land bzw. Kapitalmarkt?
 - > Länder aus Abbildung 5
- Können Käufe und Verkäufe effektiv und kostengünstig abgebildet werden?
 - > Streubesitz von mehr als 1 Mrd. EUR
- Ist das Unternehmen ausreichend kapitalisiert?
 - > Eigenkapitalquote über 33 % bzw. 7 % bei Finanzunternehmen
- Ist das Unternehmen profitabel?
 - > Positives Nettoergebnis im letzten Jahr

Schritt 2: Scoring nach Profitable Value

- Ist das Unternehmen gemessen an seiner Ertragsstärke günstig bewertet?
 - Ertragsstärke: Gross Margin
 - Bewertung: EV/EBITDA
- > Die Unternehmen gehören nach dem kombinierten Profitable Value Score (PV) zu den besten 30 Prozent im Universum⁸

7. Backtest-Ergebnisse der Profitable Value-Strategie

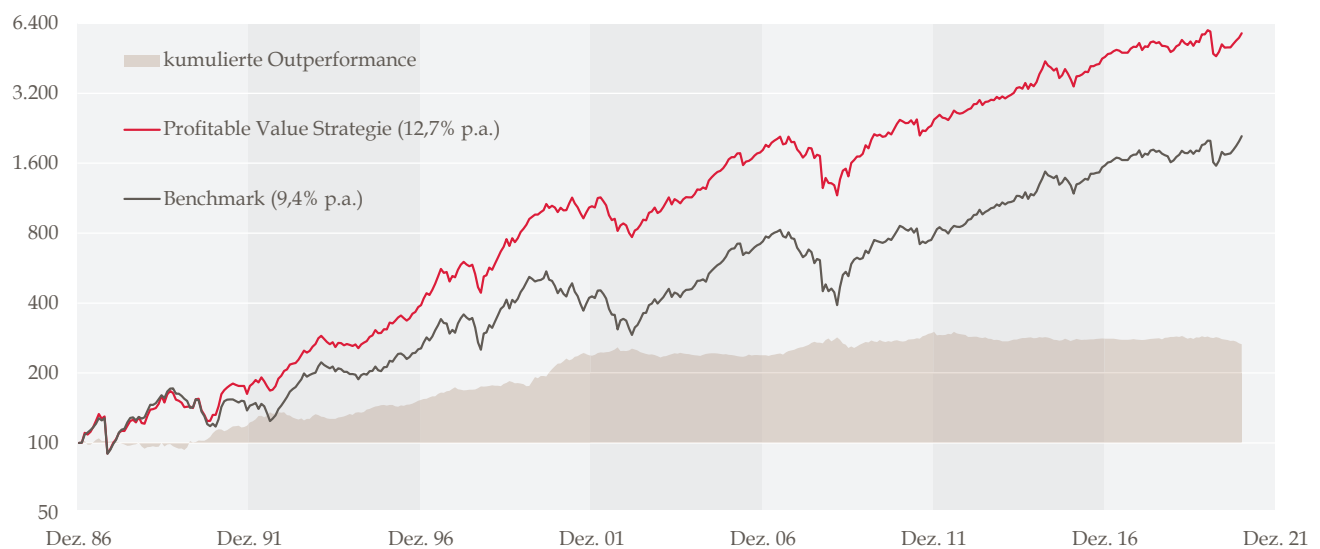
Die hergeleitete Profitable Value-Strategie (Umsetzung des PV-Scoring Modells unter gleichzeitiger Anwendung der Investierbarkeitskriterien), zeigte im Backtest eine stabile Outperformance bei geringeren Drawdowns.

In dem Zeitraum von 1986 bis Ende 2020 ist die PV-Strategie um knapp 5.700 % gestiegen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 12,7 % in den letzten 34 Jahren. In dem gleichen Zeitraum konnte die Benchmark um insgesamt

ca. 1.990 % bzw. 9,4 % jedes Jahr steigen. Entsprechend wurde mit der Profitable Value-Strategie eine jährliche Outperformance von 3,3 % erzielt. Entgegen anderen klassischen Value-Strategien beruht diese Outperformance nicht ausschließlich auf der Wertentwicklung bis Ende 2009 (vergleiche Abbildung 1 Value-Outperformance bis zur Finanzkrise 1975 bis 2009) sondern auch auf der Wertentwicklung in den letzten 10 Jahren.

Gleichzeitig muss jedoch festgehalten werden, dass die Zusatzrendite in den letzten Jahren deutlich abgenommen hat, aber weiterhin positiv ist (für Details zu unterschiedlichen Jahrzehnten etc. siehe Tabelle 2 Szenarioanalyse). Somit ist die Strategie nicht auf einen Value-Rückenwind angewiesen.

Abbildung 6: Wertentwicklung der Profitable Value-Strategie



Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020

Auch nach den größten Drawdowns ist die Strategie in der Lage, die Verluste deutlich schneller wieder aufzuholen: Nach Rückschlägen konnten sich die Profitable Value-Unternehmen innerhalb von 13 Monaten erholen und neue Höchststände erreichen, während die Benchmark (s. Infobox 2) aus einem breiten weltweiten Aktienportfolio mit 22 Monaten fast doppelt so lange benötigte.

Die Outperformance wird dabei nicht auf Kosten einer höheren Volatilität erzielt, denn die Sharpe Ratio, welche die Rendite ins Verhältnis zum Risiko (Volatilität) setzt, bescheinigt ebenfalls die Überlegenheit der Titelselektion (0,72 vs. 0,53).

Tabelle 1: Rendite- und Risikokennzahlen

Kennzahl	Strategie	Benchmark	Δ
Rendite (Ø p.a.)	12,7%	9,4%	3,3%
Volatilität (Ø p.a.)	17,5%	17,7%	-0,2%
Sharpe Ratio	0,72	0,53	0,20
Beta	0,95		
Max. Drawdown	-44,2%	-52,5%	8,4%
Dauer bis neues High (in Monaten)	13	22	-9
Längste Verlustperiode (in Monaten)	29	57	-28
Anteil Verlustmonate	35,8%	37,3%	-1,5%

Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020, 0 % risikoloser Zins

Dabei erwies sich die Strategie insbesondere in Krisenzeiten als robuster (s. Tabelle 2). So konnte die PV-Strategie zum Beispiel in der Dotcom-Blase deutlichere Verluste vermeiden (12,6 % Verlust vs. 38,1 % Verlust der Benchmark). Von den Folgen der Finanzkrise (2007 – 2009) wurde die Strategie zwar ebenfalls getroffen, konnte jedoch auch in diesem Bärenmarkt eine Outperformance von 8,5 % erzielen.

Dass diese bessere Wertentwicklung nicht auf Kosten einer begrenzten Partizipation an den Kurssteigerungen in Expansionsphasen erreicht wird, zeigt ein Blick auf die letzten Bullenmärkte. So konnte die Profitable Value-Strategie trotz der Value-Schwäche in dem Bullenmarkt vor dem Zerplatzen der Dotcom-Blase (1997 – 2000) eine Rendite von 116,9 % erzielen und die Benchmark (84,1 %) entsprechend weit zurück lassen.

Tabelle 2: Szenarioanalyse

Bärenmärkte	von	bis	Strategie	Benchmark	Δ
Japankrise	29.12.1989	28.09.1990	-16,5%	-24,4%	7,9%
Dotcom-Blase	31.03.2000	31.03.2003	-12,6%	-38,1%	25,5%
Finanzkrise	31.08.2007	27.02.2009	-40,2%	-48,8%	8,5%
Coronavirus	31.01.2020	31.03.2020	-21,7%	-22,0%	0,2%
Bullenmärkte	von	bis	Strategie	Benchmark	Δ
1997-2000	31.03.1997	31.03.2000	116,9%	84,1%	32,8%
2003-2007	28.02.2003	31.10.2007	156,6%	160,7%	-4,1%
2009-2019	27.02.2009	31.12.2019	413,8%	410,2%	3,6%
Dekaden	von	bis	Strategie	Benchmark	Δ
bis 2000	31.12.1986	31.12.1999	736,0%	364,3%	371,7%
2000-2010	31.12.1999	31.12.2009	128,9%	45,0%	83,9%
2010-2020	31.12.2009	31.12.2019	212,2%	197,2%	15,1%

Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020, Hinweis zu den Datumsangaben s. Infobox 2

Annahmen im Backtest

Um aussagekräftige Resultate zu erhalten, wurden im Backtest einige Annahmen gemacht, die in der wissenschaftlichen Praxis üblich sind und die Realisierbarkeit im Portfoliomanagement ermöglichen.

Datenpool

Die verwendeten Daten wurden größtenteils von mehreren Daten Providern (IBES, Worldscope, Bloomberg und Datastream) bezogen und zu einer Kennzahl verdichtet, um die Daten von Datenfehlern zu bereinigen. Da StarCapital schon lange eine eigene Kapitalmarktforschung hat, wurden die meisten Kennzahlen bereits zum Zeitpunkt der Datenverfügbarkeit abgefragt. Wo dies nicht möglich war, wurden Kennzahlen nachgetragen und mit einem Time-Lag versehen, so dass diese im Backtest nicht vor der realen Verfügbarkeit verwendet werden.

Monatliche Umschichtungen

Die Kennzahlen wurden zum Monatsultimo abgefragt. Daraus ergeben sich im Backtest monatliche Umschichtungen. Weder bei der Strategie noch bei der Vergleichsbenchmark wurden Transaktionskosten implementiert.

Zeitverzögerung bei den Datumsangaben

Die Kennzahlen können erst zeitverzögert nach dem jeweiligen Monatsultimo von den Daten Providern bezogen werden. Um dies in einem Backtest, der mit historischen Daten arbeitet, zu simulieren, wurde bei den Umschichtungsterminen eine künstliche Zeitverzögerung implementiert. Daraus ergibt sich ein Time-Lag von 10 Tagen zu allen angegebenen Datumswerten. Damit wird ein synthetischer Informationsvorteil in der Backtest-Implementierung, der sogenannte Look-Ahead-Bias, verhindert. Entsprechend müsste bei einem externen Performancevergleich dieser Time-Lag ebenfalls berücksichtigt werden.

Performance-Daten

Die Wertentwicklungen der Aktien in Strategie und Benchmark sind inklusive Dividenden und in EUR berechnet.

Benchmark

Die angegebene Benchmark ist die Menge aller Unternehmen aus dem Universum, für welche die zugrundeliegenden Faktoren der Strategie (FF, EKQ, KGV, EV/EBITDA, Gross Margin) existieren, und beinhaltet aktuell ca. 5000 Unternehmen. Mit dieser Benchmark wird ein Informationsvorteil, der sogenannte Survivorship-Bias, minimiert.

Gleichgewichtung

Die Strategie allokiert die selektierten Aktien mit gleichem Gewicht, um einen Large-Cap-Bias zu vermeiden. Im Backtest wird die Benchmark ebenfalls gleichgewichtet. Im Gegensatz dazu gewichten gängige Indizes und ETFs ihre Positionen nach Größe des Streubesitzes oder der Marktkapitalisierung. Da die Gleichgewichtung einen positiven Beitrag liefert, wäre die Out-performance zur populären kapitalgewichteten Benchmark wie MSCI AC World noch größer.

Tabelle 3: Ergebnisübersicht Regionen

Region	Rendite (Ø p.a.)			Max. Drawdown		
	Strategie	Benchmark	Δ	Strategie	Benchmark	Δ
Welt	12,7%	9,4%	3,3%	-44,2%	-52,5%	8,4%
Developed Markets	12,6%	9,5%	3,2%	-43,6%	-52,5%	8,9%
Emerging Markets	6,7%	7,2%	-0,5%	-78,1%	-59,3%	-18,8%
DM Nordamerika	12,6%	11,2%	1,3%	-45,1%	-50,0%	5,0%
DM Europa	13,4%	10,0%	3,4%	-52,7%	-59,3%	6,6%
DM Pazifik	8,5%	6,1%	2,4%	-44,4%	-56,9%	12,5%
Welt (ohne Japan)	12,9%	10,4%	2,5%	-46,6%	-55,5%	9,0%
DM (ohne Japan)	12,7%	10,5%	2,2%	-47,2%	-56,1%	8,9%
DM Pazifik (ohne Japan)	10,1%	8,5%	1,6%	-59,7%	-61,4%	1,8%
USA	12,9%	11,6%	1,3%	-44,6%	-49,2%	4,6%
Deutschland	10,0%	8,6%	1,4%	-50,7%	-53,7%	3,0%
Großbritannien	13,0%	9,5%	3,5%	-47,3%	-59,8%	12,5%
Japan	7,5%	4,6%	2,9%	-55,1%	-64,2%	9,1%

Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020 bzw. 31.05.1989 – 31.12.2020 für Emerging Markets

Tabelle 4: Ergebnisübersicht Sektoren

Region	Rendite (Ø p.a.)			Max. Drawdown		
	Strategie	Benchmark	Δ	Strategie	Benchmark	Δ
Welt	12,7%	9,4%	3,3%	-44,2%	-52,5%	8,4%
Energie	11,3%	8,9%	2,4%	-57,2%	-55,0%	-2,3%
Rohstoffe	10,6%	8,5%	2,1%	-62,7%	-55,7%	-7,0%
Industrie	11,4%	8,5%	2,8%	-54,0%	-56,2%	2,2%
Nicht-Basiskonsumgüter	10,7%	9,0%	1,7%	-51,7%	-56,8%	5,1%
Basiskonsumgüter	12,9%	11,1%	1,8%	-30,1%	-31,2%	1,1%
Gesundheitswesen	15,0%	13,1%	1,9%	-40,9%	-48,3%	7,4%
Finanzwesen	10,8%	8,5%	2,2%	-51,0%	-58,3%	7,3%
Technologie	13,6%	9,8%	3,8%	-64,9%	-85,5%	20,6%
Kommunikationsdienste	11,1%	12,0%	-0,8%	-72,2%	-75,1%	2,9%
Versorger	13,7%	10,8%	3,0%	-45,1%	-44,1%	-1,0%
Immobilien	7,3%	7,3%	0,0%	-69,3%	-68,8%	-0,5%

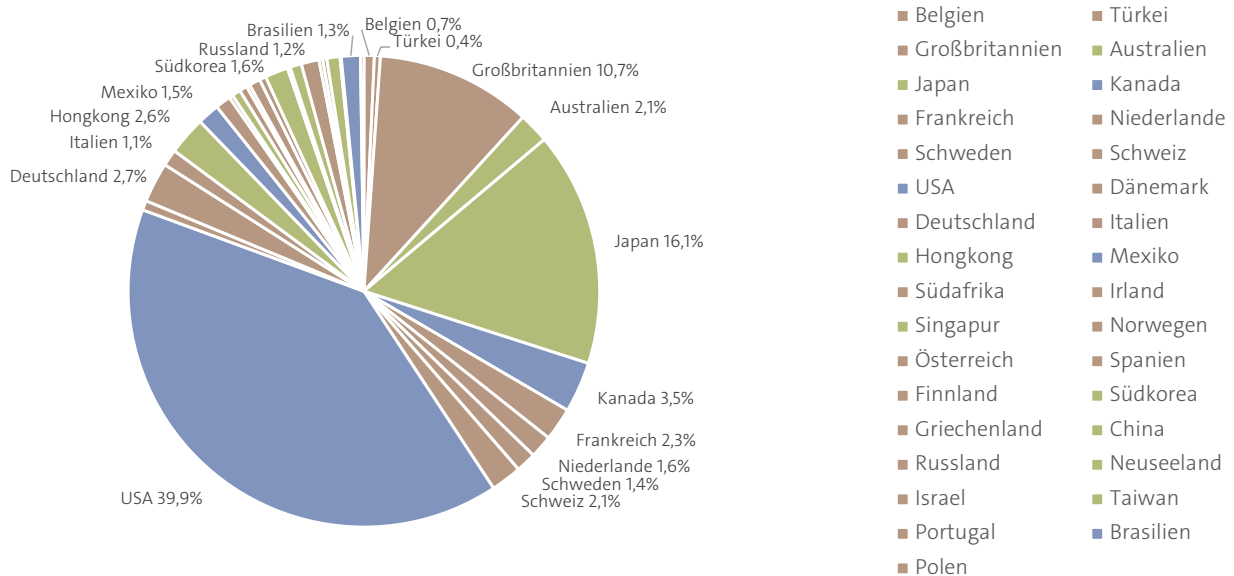
Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020 bzw. 31.07.1987 – 31.12.2020 für Immobilien

Ein dezidierter Blick zeigt, dass über nahezu alle Regionen und Sektoren hinweg eine Outperformance zur Grundgesamtheit⁸ erzielt werden konnte.

Zumeist geht dies mit geringeren Drawdowns einher (siehe Tabelle 3 und Tabelle 4).

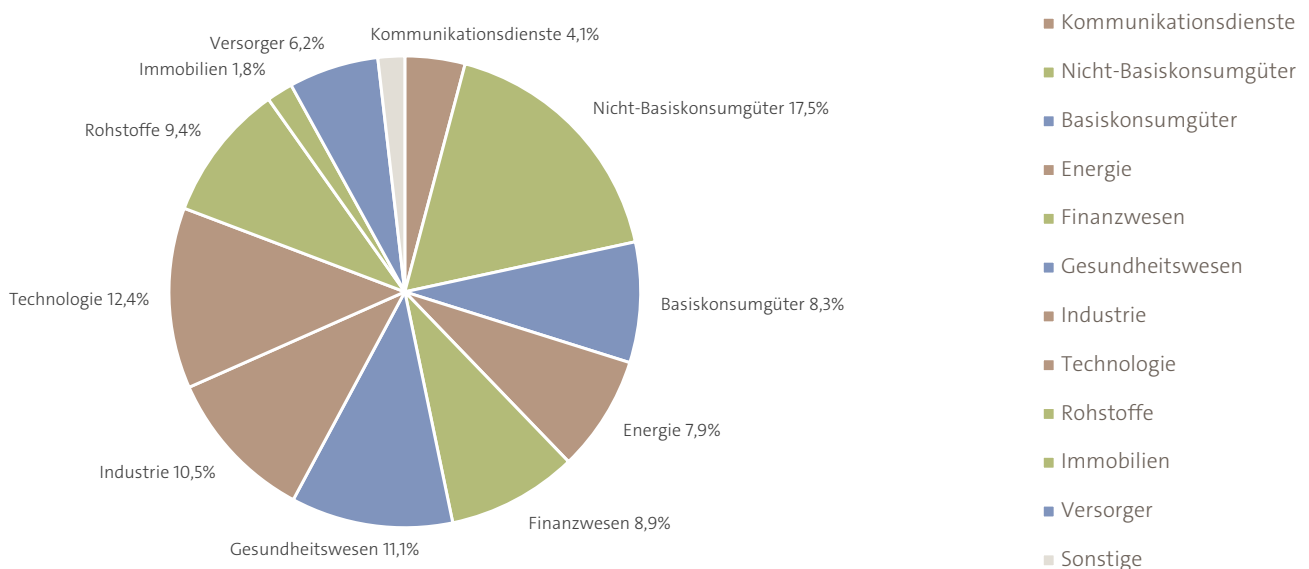
⁸ Grundgesamtheit: Alle Unternehmen der jeweiligen Region bzw. des Sektors.

Abbildung 7: Durchschnittliche Länderallokation



Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020

Abbildung 8: Durchschnittliche Sektorallokation



Quelle: StarCapital AG, Zeitraum: 31.12.1986 – 31.12.2020

Aus Abbildung 7 und Abbildung 8 kann entnommen werden, dass die Profitable Value-Strategie in der Lage ist, im Auswahlprozess eine ausgewogene Länder- und Sektorenstruktur zu generieren.

Im Vergleich zu vielen konventionellen Value-Ansätzen ist die Strategie beispielsweise auch in der Lage, attraktive US-Firmen oder innovative IT-Unternehmen zu allokiieren.

8. Zusammenfassung: Unternehmen müssen nicht nur günstig bewertet sein, sondern auch profitabel

Zu Beginn der Studie wurde gezeigt, dass klassische Value-Ansätze zwar historisch gut funktionierten, aber in der jüngeren Vergangenheit eine Underperformance aufwiesen. Die Gründe dafür liegen in den Schwächen bei der Konstruktion der traditionell verwendeten Faktoren KBV und KGV und der daraus resultierenden unvorteilhaften Länder- und Sektorgewichtungen. Deshalb wurde untersucht, welche Faktoren besser geeignet sind, eine stetige Outperformance zu generieren und gleichzeitig den Länder- und Sektoren-Bias zu eliminieren. In einem umfangreichen Backtest erwies sich die Kombination aus Gross Margin und EV/EBITDA unter Rendite- und Risikogesichtspunkten als vorteilhaft. Zusammen mit Kriterien, die der Investierbarkeit dienen, wurde die Profitable Value-Strategie entwickelt.

Diese lieferte eine durchschnittliche Jahresperformance von 12,7 % und konnte eine Outperformance von 3,3 % p.a. zur Benchmark erzielen. Im Gegensatz zu klassischen Value-Ansätzen zehrte die Rendite dabei nicht nur von der Value-starken Periode, sondern erwies sich auch im Zeitverlauf als robust.

Insbesondere in Krisensituationen bewährte sich die Strategie. Dies schlug sich in geringeren Risikokennzahlen nieder.

Um zu beweisen, dass die positiven Ergebnisse nicht nur durch ein Land oder eine Branche dominiert werden, wurde die Strategie in verschiedenen Regionen und Branchen untersucht und die Ergebnisse dieser Studie hinzugefügt. Dabei zeigte sich die Überlegenheit der Strategie über alle Subuniversen hinweg und setzte den Grundstein für ein weiteres Jahrzehnt des erfolgreichen Value-Investing, welches sich für traditionelle Value-Strategien als das schlechteste der Geschichte herausstellte. Dieses Resultat stimmt optimistisch, dass die Strategie auch in Zukunft in unterschiedlichsten Marktphasen überzeugen kann, wobei Value-starke Phasen jeweils einen weiteren überproportionalen Rückenwind verschaffen würden.

9. Umsetzung im Fonds

Die Profitable Value-Strategie wird (als Teilstrategie) im Equity Value plus umgesetzt (A-Tranche: ISIN LU0114997082, I-Tranche: ISIN LU0340591105).

Außerdem kommt die Profitable Value-Strategie bei StarCapital in allen Multi Asset-Fonds zur Vorselektion des Aktienuniversums zur Anwendung.

Literaturverzeichnis

Berkshire Hathaway. (1990). To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. Von <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html> abgerufen

Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), S. 427-465
doi:10.2307/2329112

Frazzini, A., & Pedersen, L. H. (2012). Buffett's Alpha. *Journal of Financial Economics*.

GMO. (2004). The Case for Quality—The Danger of Junk. *GMO White Paper*.

Graham, B. (1973). *The Intelligent Investor* (4th Rev. ed.). New York: Harpers & Row.

Greenblatt, J. (2010). *The Little Book That Still Beats the Market*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Novy-Marx, R. (2014). Quality investing. Working paper (University of Rochester, New York). Von <http://rnm.simon.rochester.edu/research/QDoVI.pdf> abgerufen

Piotroski, J. D., & So, E. C. (2012). Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. *Review of Financial Studies* (RFS), 25(9): 2841-2875.

Besonderer Hinweis: © 2021 Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilerwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind der Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Berichte des Fonds. Diese Dokumente sind kostenlos in deutscher Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft, der IP Concept (Luxemburg) S.A. 4, rue Thomas Edison, L-1455 Strassen, Luxembourg <https://www.ipconcept.com>, bzw. bei der Verwaltungsgesellschaft Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Theodor-Heuss-Allee 70, D-60486 Frankfurt am Main <https://www.universal-investment.com> sowie bei der Vertriebsstelle, der StarCapital AG, Kronberger Straße 45, D-61440 Oberursel erhältlich.

Hinweis: Die wichtigsten Begriffe sind im Glossar unter www.starcapital.de/glossar erläutert. Um Ihren Schutz als Anleger zu verbessern sind wir gemäß § 83 (3) WpHG verpflichtet Telefongespräche die sich auf die Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen beziehen aufzuzeichnen.

Dieses Dokument stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken der dargestellten Fonds sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt.